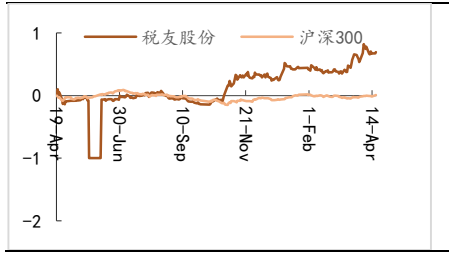


评级: 买入

翟炜  
首席分析师  
SAC 执证编号: S0110521050002  
zhaiwei@sczq.com.cn  
电话: 13581945259

傅梦欣  
研究助理  
fumengxin01@sczq.com.cn  
电话: 18117835985

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	47.49
一年内最高/最低价 (元)	51.40/23.58
市盈率 (当前)	133.95
市净率 (当前)	7.86
总股本 (亿股)	4.06
总市值 (亿元)	192.76

资料来源: 聚源数据

核心观点

- **事件:** 4 月 17 日, 税友股份公布 2022 年年报。公司全年实现营收 16.98 亿元, 同比增长 5.80%; 归母净利润 1.44 亿元, 同比减少 37.64%; 扣非净利润 1.01 亿元, 同比减少 42.16%。单四季度, 公司实现营收 6.19 亿元, 同比增长 7.16%; 归母净利润 0.52 亿元, 同比减少 53.24%; 扣非净利润 0.40 亿元, 同比减少 58.94%。
- 2022 年公司实现毛利率 58.59%, 同比-0.69pct; 净利率 8.45%, 同比-5.91pct。公司整体费用率为 52.60%, 同比+4.61pct, 其中销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 17.24%、12.67%、25.39%, 分别同比 +2.03pct、+0.47pct、+1.80pct。
- **To B 端: 向服务型 SaaS 模式战略升级, 毛利率大幅提升。**(1) 在中小企业客群方面, 公司持续推进分层经营战略, 推广高价值产品及服务, 2022 年实现 ARR 4.9 亿元, 较上年增长 6.1%; 客群 ARPU 值 815 元, 较上年提升 11.4%; 客群高价值用户 (订阅费大于 1980 元的用户) 3.4 万户, 较年初增长 164.4%。(2) 在财税代理客群方面, 公司以提高市占率为主要目标, 全年实现 ARR 4.2 亿元, 较上年增长 11.3%; 对于预付费批量订阅的用户采取一定优惠政策, 带动客群金额续费率超过 100%, 同时也导致客群 ARPU 值有所下滑。(3) 在创新业务客群方面, 公司以集团企业实现财税共享及员工薪税社保集中管理的需求为切入点, 介入集团企业服务领域, 产品服务包括 GTS、PTS 等。2022 年, 公司 To B 端业务实现营收 9.53 亿元, 同比增长 10.20%; 毛利率 72.97%, 同比提升 4.40pct。
- **To G 端: 金税四期重点参与者。**(1) 在金税三期方面, 公司已有多年沉淀, 智慧电子税务局已覆盖河北、广东、深圳等 10 个省市。(2) 在金税四期方面, 公司成功中标金税四期两大核心项目: 国家税务总局电子发票服务平台 (二期) 项目, 及应用支撑服务平台 (第 2 包) 项目。(3) 此外, 公司在自然人税费管理不断优化、数字政务持续开拓、信创产业深度布局。随着金税四期开始集中建设, 预计公司 To G 业务也将迎来可观增量。
- **财税 AI 助力开拓新成长空间。**在咨询类场景应用方面, 公司人工智能应答率超过 60%; 在营销类场景应用方面, AI 技术应用于用户数据挖掘、画像提取等, 识别准确率达 83%; 在风控类场景应用方面, AI 技术通过精准把握业务风险点, 进一步打造品质化的客户服务。公司预计在 2024 年将实现在企业端提供智能数字化财税管理的辅助服务。
- **投资建议:** 预计公司 2023-2025 年营收分别为 20.93、25.84、31.18 亿元; 归母净利润分别为 3.46、4.57、5.73 亿元; EPS 分别为 0.85、1.12、1.41 元, 对应 PE 分别为 54、41、33。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧、业务推进不及预期、AI 应用不及预期的风险。

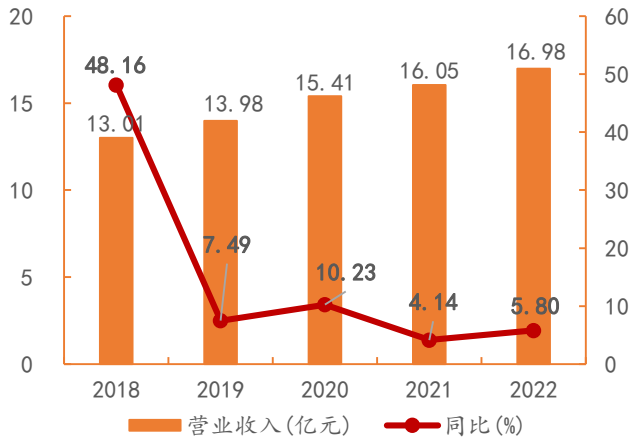
---

### 盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	16.98	20.93	25.84	31.18
营收增速(%)	5.80	23.30	23.46	20.66
净利润(亿元)	1.44	3.46	4.57	5.73
净利润增速(%)	-37.64	140.26	32.04	25.42
EPS(元/股)	0.35	0.85	1.12	1.41
PE	129	54	41	33

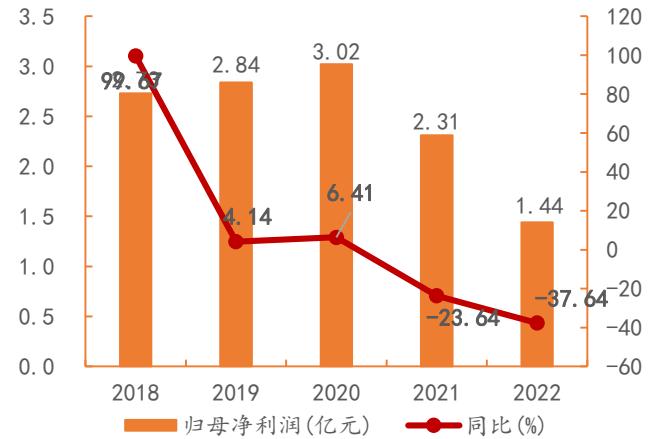
资料来源: Wind, 首创证券

图1 税友股份 2018-2022 营业收入（亿元）及增速（右轴）



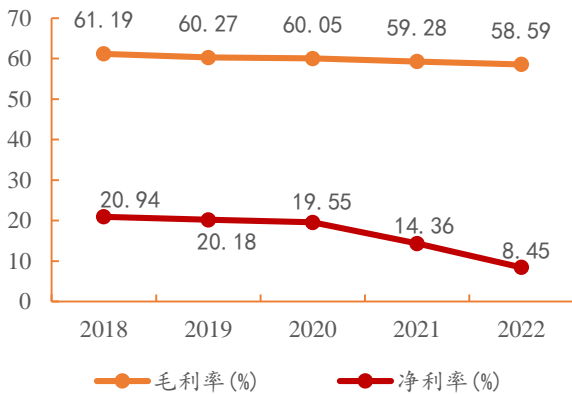
资料来源: Wind, 首创证券

图2 税友股份 2018-2022 归母净利润（亿元）及增速（右轴）



资料来源: Wind, 首创证券

图3 税友股份 2018-2022 毛利率、净利率



资料来源: Wind, 首创证券

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2341.4	2525.7	2991.5	3696.1	<b>经营活动现金流</b>	89.8	365.9	545.6	649.4
现金	1691.3	1808.0	2151.2	2731.1	净利润	143.9	345.7	456.5	572.6
应收账款	147.8	172.3	212.7	256.6	折旧摊销	39.5	37.2	37.1	37.0
其它应收款	32.6	40.2	49.6	59.9	财务费用	5.4	-9.9	-13.2	-16.9
预付账款	6.4	7.2	9.0	10.8	投资损失	-21.5	-56.2	-52.4	-52.4
存货	245.5	278.3	347.1	413.4	营运资金变动	-76.6	42.5	108.4	97.9
其他	7.8	9.6	11.9	14.3	其它	-0.2	1.4	2.3	2.5
<b>非流动资产</b>	1344.9	1472.1	1599.4	1610.0	<b>投资活动现金流</b>	-126.4	-108.1	-112.0	4.9
长期投资	30.6	30.6	30.6	30.6	资本支出	-171.7	-164.4	-164.4	-47.5
固定资产	528.7	511.8	495.9	481.0	长期投资	21.2	0.0	0.0	0.0
无形资产	174.0	201.3	227.7	253.2	其他	24.1	56.2	52.4	52.4
其他	295.9	295.9	295.9	295.9	<b>筹资活动现金流</b>	-92.0	-141.1	-90.5	-74.4
<b>资产总计</b>	3686.3	3997.8	4590.9	5306.0	短期借款	43.0	-43.0	0.0	0.0
<b>流动负债</b>	1149.2	1211.2	1444.5	1669.7	长期借款	1.1	-6.5	0.0	0.0
短期借款	43.0	0.0	0.0	0.0	其他	-134.2	-101.5	-103.7	-91.3
应付账款	89.3	101.2	126.2	150.3	<b>现金净增加额</b>	-128.6	116.7	343.2	579.9
其他	0.2	0.3	0.4	0.4	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>非流动负债</b>	87.6	87.6	87.6	87.6	<b>成长能力</b>				
长期借款	5.0	5.0	5.0	5.0	营业收入	5.8%	23.3%	23.5%	20.7%
其他	78.8	78.8	78.8	78.8	营业利润	-40.4%	137.7%	31.2%	25.0%
<b>负债合计</b>	1236.7	1298.7	1532.1	1757.3	归属母公司净利润	-37.6%	140.3%	32.0%	25.4%
少数股东权益	-2.3	2.9	9.9	18.6	<b>获利能力</b>				
归属母公司股东权益	2451.8	2696.1	3048.9	3530.2	毛利率	58.6%	61.9%	61.5%	62.0%
<b>负债和股东权益</b>	3686.3	3997.8	4590.9	5306.0	净利率	8.5%	16.5%	17.7%	18.4%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROE	5.9%	12.8%	15.0%	16.2%
<b>营业收入</b>	1697.8	2093.3	2584.4	3118.4	ROIC	4.1%	12.9%	14.9%	16.1%
营业成本	703.0	797.1	994.1	1184.0	<b>偿债能力</b>				
营业税金及附加	12.2	15.1	18.6	22.5	资产负债率	33.6%	32.5%	33.4%	33.1%
营业费用	292.7	272.1	310.1	374.2	净负债比率	1.5%	0.1%	0.1%	0.1%
研发费用	431.0	481.5	568.6	670.5	流动比率	2.04	2.09	2.07	2.21
管理费用	215.1	261.7	323.1	389.8	速动比率	1.82	1.86	1.83	1.97
财务费用	-45.8	-9.9	-13.2	-16.9	<b>营运能力</b>				
资产减值损失	2.3	1.4	1.8	0.0	总资产周转率	0.46	0.52	0.56	0.59
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	13.40	13.08	13.43	13.29
投资净收益	48.6	56.2	52.4	52.4	应付账款周转率	8.42	5.65	5.90	5.78
<b>营业利润</b>	140.3	333.4	437.5	546.7	<b>每股指标(元)</b>				
营业外收入	0.1	0.1	0.1	0.1	每股收益	0.35	0.85	1.12	1.41
营业外支出	3.9	3.9	3.9	3.9	每股经营现金	0.22	0.90	1.34	1.60
<b>利润总额</b>	136.5	329.7	433.7	543.0	每股净资产	6.04	6.64	7.51	8.70
所得税	-6.9	-21.4	-29.8	-38.3	<b>估值比率</b>				
<b>净利润</b>	143.4	351.0	463.5	581.3	P/E	129.4	53.8	40.8	32.5
少数股东损益	-0.5	5.3	7.0	8.7	P/B	7.59	6.90	6.11	5.27
归属母公司净利润	143.9	345.7	456.5	572.6	EV/EBITDA	119.39	44.34	34.67	28.22
EBITDA	134.0	360.7	461.3	566.8					
EPS (元)	0.35	0.85	1.12	1.41					

## 分析师简介

翟炜，北京大学硕士，曾就职于中科院信工所，方正证券、国金证券等，2021年5月加入首创证券，负责计算机、通信等行业研究。

傅梦欣，新加坡南洋理工大学硕士，西南财经大学双学士，2022年3月加入首创证券，主要覆盖信创、能源 IT、网络安全等领域。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现